

2021年1月14日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元)

29

公司基本信息

產業別	轻工制造		
A 股价(2021/1/13)	25.34		
深证成指(2021/1/13)	15365.43		
股價 12 個月高/低	27.15/11.61		
總發行股數(百萬)	1311.70		
A 股數(百萬)	1277.90		
A 市值(億元)	323.82		
主要股東	广东中顺纸业集团有限公司 (28.64%)		
每股淨值(元)	3.65		
股價/賬面淨值	6.95		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	21.7	22.4	85.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020.10.30	20.24	买入
2020.8.6	24.83	买入
2020.7.13	24.33	买入
2020.4.30	17.9	买入
2020.2.19	14.83	买入
2019.12.24	12.64	买入

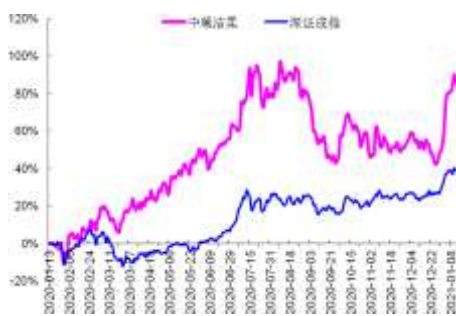
产品组合

生活用纸	97.71
个人护理	1.86%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.5%
一般法人	55.6%

股价相对大盘走势



中顺洁柔(002511.SZ)

BUY 买入

加码新产能，原料价格上涨，龙头优势凸显，有望释放利润弹性

結論與建議：

- **事件：**1月13日晚间公司披露，拟投资25.5亿元在江苏宿迁市新建40万吨高档生活用纸项目。第一期投资6亿元自有资金，年产约10万吨高档生活用纸。此外，近日公司发布公告：1)计划拟以自有资金1.8—3.6亿元在未来12个月内通过二级市场回购公司股份，回购价格不超过31.52元/股，预计回购股份571.16—1142.31万股，占总股本0.44%—0.87%，用于股权激励计划或员工持股计划。2)公司于2018年回购1170.96万股(占总股本0.91%)，已全部用于第二期员工持股计划并于2021年1月6日已执行完毕。
- **新产能助力持续成长：**随着公司销售渠道的不断拓展，为满足华东市场未来销售增长的需求，公司拟新建40万吨高档生活用纸项目，项目总投资额约25.5亿元，计划分期实施，第一期工程拟投资约6亿元，年产约10万吨，建设周期18个月，预计建成后可实现销售收入12亿元，利润约1亿元。截至2019年公司总产能约80万吨，此外，2019年7月公司拟在四川建设30万吨竹浆纸一体化项目，以配合公司重启中低端“太阳”品牌，叠加本次新建40万吨高档生活用纸项目，未来公司目标产能将超过150万吨。产能逐步提升一方面补足销售快速增长产生的缺口，另一方面促进渠道拓展，快速抢占市场，助推公司行业竞争力和市占率的持续提升。
- **回购股份彰显公司长期发展信心：**本次继续回购股份主要用于员工激励，一方面彰显了公司对其长期发展的信心，另一方面也有利于进一步调动员工积极性，提高团队凝聚力和竞争力。此外，2020年11月，公司实际控制人、董事长长邓颖忠基于对公司未来战略规划和发展前景的信心，以自有资金增持51.34万股，均价20.09元/股，增持后持股占总股本比0.52%，也充分彰显公司长期的投资价值和对未来发展的信心。
- **浆价上涨，产品持续优化，业绩增长强劲：**价格方面，全球疫情下部分浆厂关闭或暂停等影响，近期木浆库存下降，浆价出现上涨，针叶浆/阔叶浆分别从2020年6月低点570/470美元/吨上涨至690/545美元/吨，涨幅约21%/16%。伴随木浆成本的提升，纸企成本压力增加，2020年12月多地生活用纸企业陆续发布涨价函，吨纸价格普调上涨200元/吨，行业处于涨价通道，公司不排除终端提价预期。成本方面，公司在2020年三、四季度木浆价格低位时大幅囤积原材料锁定成本。产品方面，生活用纸单品价格较低，直接提价困难，通过产品创新、迭代等方式推出新品刺激消费者购买欲望，拉动销量和单价的提升。公司持续优化产品结构，高毛利产品占比提升至七成以上，个人护理领域产品的推出、“太阳”品牌的优化升级以及疫情冲击下口罩、消毒湿巾/洗手液/漱口水等品类的不断丰富，未来业绩增长强劲。同时低价原材料库存充足的背景

下，公司将享受价格上涨带来的盈利弹性，盈利能力有望持续增强。

- **盈利预测：**我们预计公司 20-22 年净利润为 9.38 亿元、11.28 亿元 13.12 亿元，YOY+55%、+20%、16%，EPS 为 0.72 元、0.86 元、1 元，当前股价对应 PE 为 35 倍、29 倍、25 倍，维持买入的投资建议。
- **风险提示：**新产品销售不及预期，木浆价格上涨等

..... 接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	407	604	938	1,128	1,312
同比增减	%	16.59%	48.36%	55.34%	20.26%	16.29%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.32	0.46	0.72	0.86	1.00
同比增减	%	-31.36%	45.85%	55.03%	20.26%	16.29%
A 股市盈率(P/E)	X	26.87	27.44	35.43	29.46	25.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.02	0.08	0.08	0.08	0.08
股息率 (Yield)	%	0.23%	0.63%	0.32%	0.32%	0.32%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
營業收入	5,678.52	6,634.91	8,041.51	9,374.79	10,740.70
經營成本	3,744.11	4,005.42	4,421.98	5,144.89	5,923.83
毛利	1,934.41	2,629.49	3,619.53	4,229.90	4,816.87
營業稅金及附加	38.09	42.82	56.29	65.62	75.18
銷售費用	1,013.01	1,369.55	1,769.13	2,062.45	2,362.95
管理費用	202.13	294.52	442.28	468.74	483.33
財務費用	55.84	21.48	12.06	28.12	32.22
資產減值損失	27.48	(19.05)	0.00	0.00	0.00
投資收益	10.64	0.33	10.00	10.00	10.00
營業利潤	502.90	719.47	1,108.51	1,380.59	1,604.66
稅前利潤	510.46	721.00	1,103.51	1,375.59	1,599.66
所得稅	103.47	117.17	165.53	247.61	287.94
少數股東權益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
淨利潤	406.99	603.83	937.99	1,127.99	1,311.73

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	415.03	703.75	1,012.62	1,299.03	1,551.74
应收账款	857.56	986.41	1,035.73	1,087.52	1,141.89
存货	738.24	807.77	848.16	890.57	935.09
流动资产合计	2,156.87	2,743.99	2,996.51	3,377.11	3,728.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,555.60	2,921.39	3,067.46	3,220.83	3,381.87
在建工程	113.66	55.73	58.52	61.44	64.51
非流动资产合计	125.03	168.73	177.17	186.02	195.33
资产总计	5,145.91	6,026.27	7,141.13	7,683.97	8,205.93
流动负债合计	1,701.51	1,814.38	2,089.44	1,602.13	909.85
非流动负债合计	133.16	134.88	141.62	148.71	156.14
负债合计	1,834.67	1,949.27	2,231.06	1,750.83	1,065.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,311.24	4,077.00	4,910.07	5,933.14	7,139.94
负债及股东权益合计	5,145.91	6,026.27	7,141.13	7,683.97	8,205.93

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	437.25	1,360.37	1,088.30	870.64	696.51
投资活动产生的现金流量净额	88.34	(728.57)	(582.86)	(466.28)	(373.03)
筹资活动产生的现金流量净额	(1,238.31)	(327.62)	(196.57)	(117.94)	(70.77)
现金及现金等价物净增加额	(703.63)	304.87	308.87	286.41	252.72

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。